

Tysk valggys er også vigtig for EU

Med dødt løb i meningsmålingerne er det fuldstændig uafklaret, hvordan det tyske valg falder ud. Som det ser ud lige nu, står flere ting dog klart – nemlig at Tyskland kan få sin første tre-parti-regering siden 1950'erne, at regeringsforhandlingerne derfor bliver både langvarige og vanskelige, og at den nye kansler vil komme fra et af de to traditionelt store partier.

Afgørende for den nye regerings politik bliver, om det liberale FDP eller de Grønne bliver kongemager, da de står forskelligt på vigtige områder. Det er også meget interessant ift. Tysklands rolle i de kommende forhandlinger om EU's finanspolitiske regelsæt. Her ønsker de Grønne en blødere kurs i tråd med de sydeuropæiske lande, mens FDP er på strammerfløjen.

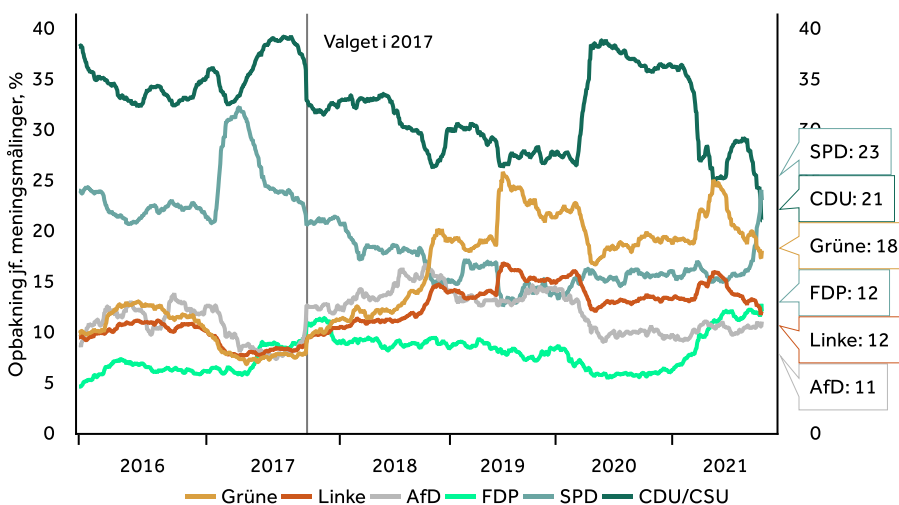
- Dødt løb i meningsmålingerne
- Kun tre-parti-regeringer er mulige ⇨ lange og svære forhandlinger
- Trods uenigheder udelukker partierne intet på forhånd
- Det tyske valg spiller en vigtig rolle for finanspolitikken i EU
- EU's gamle regler vil gælde igen fra 2023 – men ikke for alle lande...

Dødt løb i meningsmålingerne

Der er nu 3½ uge til det tyske parlamentsvalg den 26. september, og meningsmålingerne vidner om, at der er lagt op til en kæmpe gys. Det er faktisk så tæt løb, at det lige nu kun kan lade sig gøre at danne en flertalsregering, hvis tre partier går sammen i en koalition, og Tyskland er aldeles uvant med både tre-parti regeringer og mindretalsregeringer.

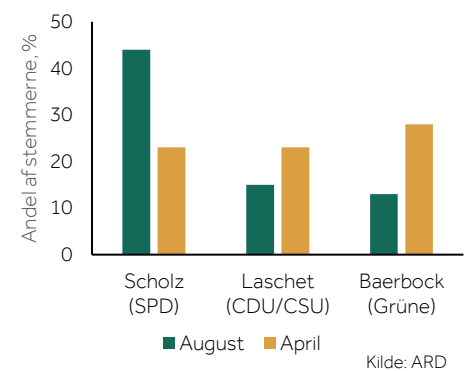
Opbakningen til det konservative CDU/CSU er styrtdykket, mens SPD stormer frem, så der nu er dødt løb mellem dem. Og endda med tendens til en lille føring til SPD. Miljøpartiet de Grønne har tabt momentum, og selv om de stadig ligger lunt på tredjepladsen, ser det ud til at blive meget svært for dem at vriste kanslerposten fra de to traditionelt store partier. Det liberale FDP har til gengæld har fået vind i sejlene og ligger nu side om side med die Linke på ca. 12 % i målingerne.

Figur 1: Store skift i meningsmålingerne og tre næsten lige store partier



Husk dog at meningsmålingerne tidligere har skudt ganske meget galt, og samtidig betyder det særlige tyske valgssystem (se mere i boks 1), at det er svært at forudsige mandatfordelingen. Det gør blot valggyseren endnu mere uforudsigelig.

Figur 2: Olaf Scholz er mest populær



Note: Viser stemmeandel, hvis kansleren hypotetisk set blev valgt direkte af vælgerne.

Boks 1: Det særlige tyske valgssystem

Det er svært at forudsige mandatfordelingen ud fra meningsmålinger pga. det specielle valgssystem.

Mandatfordelingen er baseret på både proportional repræsentation og flertalsvalg i enkeltmandskredse, og hver vælger skal afgive to stemmer. Den første går til en kandidat i den valgkreds, som man bor i, mens den anden går til et parti i valgkredsen. Dermed kan man i princippet stemme på to partier.

Der er 299 valgkredse, og der skal mindst vælges 598 mandater – antallet af overhængs- og uligningsmandater afgør forbundsagens størrelse. Siden valget i 2017 har der været 709 mandater.

Kilde: Diverse nyhedsmedier

Strategy and Macro Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S
 Chefanalytiker,
 Tina Winther Frandsen
 +45 89 89 71 70
 twrf@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:
 Se materialets sidste sider.

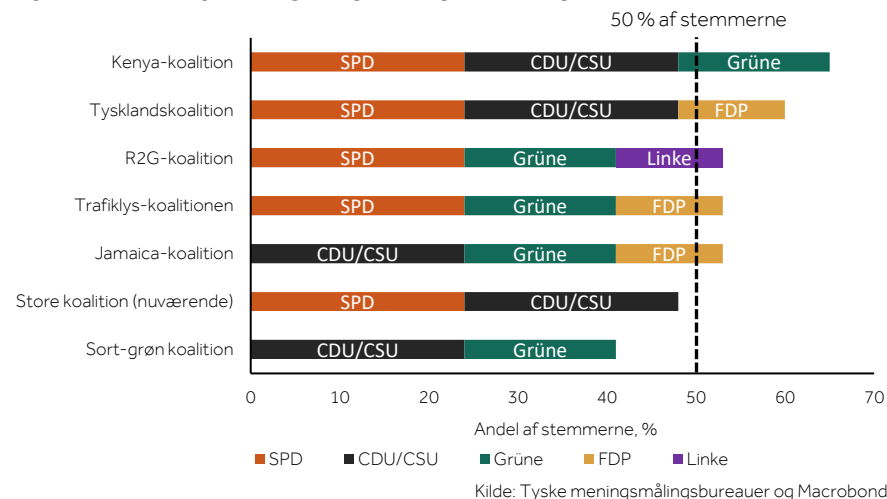
Med 3½ uge til valget kan meget også stadig nå at ændre sig. Men de tyske vælgeres forkærlighed for at brevstemme (i 2017 brevstemte hele 29 %) betyder, at en del vælgere formentlig allerede har sat deres kryds. Derfor har Armin Laschet fra CDU/CSU og Annalena Baerbock fra de Grønne travlt, hvis de skal indhente "den røde raket" Olaf Scholz fra SPD. Der er planlagt yderligere tre TV-debatter blandt kanslerkandidaterne, og de har tidligere vist sig at kunne flytte vælgere.

Kun tre-parti-regeringer er mulige ⇨ lange & svære forhandlinger

Af frygt for en gentagelse af Weimar-republikkens mange ustabile mindretalsregeringer (i 1919-33) har der siden 2. verdenskrig været kutyme for flertalsregeringer i Tyskland. Da meningsmålingerne lige nu er ekstraordinært tætte, skal der hele tre partier til for at kunne opnå flertal, og det vil i givet fald være første gang siden Adenauers regeringer i 1950'erne. Men som tabel 2 viser, er tre-parti-regeringer dog ganske udbredte på delstatsniveau, så helt uvant er det ikke.

Under alle omstændigheder er der udsigt til både langvarige og svære forhandlinger efter valget, og det er på ingen måde givet, at det vil lykkes at få dannet en regering inden årsskiftet. Det har i gennemsnit taget ca. to måneder at nå til enighed efter de seneste valg, men i 2017 – hvor CDU's forsøg på at danne regering med FDP og de Grønne (en såkaldt Jamaica-koalition) slog fejl – tog det et halvt år.

Figur 3: Kun tre-parti regeringer er lige nu mulige



Figur 3 viser, at der er mange forskellige muligheder for at danne en tre-parti-regering, og det kan blive svært for CDU/CSU at fastholde kanslerposten, når Merkel takker af efter 16 år ved roret. Umiddelbart er den mest sandsynlige konstellation formentlig den såkaldte Trafiklys-koalition mellem SPD, de Grønne og FDP med den nuværende finansminister Scholz fra SPD som kansler. Men det er langt fra givet, at det kan lykkes. Hvis Laschet og CDU/CSU skal genvinde kanslerposten, kræver det formentlig, at de kan blive enige med de Grønne og FDP om at danne en såkaldt Jamaica-koalition. Og det mislykkedes som bekendt i 2017.

Trods uenigheder udelukker partierne intet på forhånd

Ingen partier vil på forhånd lægge sig fast på mulige regeringspartnere og udelukker omvendt heller ikke andre partier end det højrefløjspartiet AfD. De konservative og FDP ønsker dog heller ikke at samarbejde med venstrefløjspartiet Linke.

Især miljøpartiet de Grønne og det liberale FDP har således mulighed for at få stor indflydelse på den kommende regerings politik, da de kan blive tungen på vægt-

Tabel 1: Tidslinje for TV-debatter

12. sep.	Debat blandt de tre kanslerkandidater
19. sep.	Debat blandt de tre kanslerkandidater
23. sep.	Debat blandt de seks partiledere
26. sep.	Valgdag

Kilde: Spiegel

Tabel 2: Der er tre-parti-koalitioner i en del tyske delstater

Koalition	Delstater
Kenya	Brandenb., Sachsen, Sachsen-Anhalt
Tyskland	-
R2G	Thüringen, Berlin
Trafiklys	Rheinland-Pfalz
Jamaica	Schlesvig-Holstein

Kilde: Diverse nyhedsmedier

Tabel 3: Regeringsdannelse tager tid

År	Koalition	Antal dage
2017	CDU/CSU og SPD	172
2013	CDU/CSU og SPD	86
2009	CDU/CSU og FDP	31
2005	CDU/CSU og SPD	65
2002	SPD og de Grønne	30
1998	SPD og de Grønne	30
1994	CDU/CSU og FDP	32
1990	CDU/CSU og FDP	47
Gennemsnit		62

Kilde: Diverse nyhedsmedier

skålen ift. til at kunne danne en flertalsregering. De to partier står dog langt fra hinanden på vigtige områder som den økonomiske politik og klimadagsordenen.

FDP har umiddelbart en Jamaica-koalition som deres foretrukne, da der især i den økonomiske politik er ganske stor overensstemmelse med CDU/CSU. En sådan koalition kræver, at de konservative endnu en gang bliver forbundsdagens største parti, og sker det ikke, har FDP ikke på forhånd udelukket at kunne samarbejde med SPD og de Grønne i en Trafiklys-koalition. En sådan koalition vil være CDU/CSU's absolutte mareridt, da det konservative parti så vil ryge i opposition, og selv om FDP ikke har udelukket muligheden, er det langt fra givet, at de vil lægge mandater til en SPD-ledet regering med grøn deltagelse. I modsætning til FDP ønsker De Grønne en reform af den tyske gældsbremse med bedre mulighed for offentlige investeringer i fysisk og digital infrastruktur og ikke mindst ift. klimadagsordenen.

Der er generel enighed blandt partierne om behovet for større offentlige investeringer, da coronakrisen har blotlagt de seneste mange års store tyske efterslæb på området. Men især FDP skiller sig ud ved at kræve en større grad af privat involvering og ønsket om at vende tilbage til en stram styring af de offentlige finanser. Der er også relativt stor enighed om behovet for højere CO2-afgifter, om end Grønne mener, at de øvrige partier går for langsomt frem. Derimod er der større uenighed omkring fx behovet for en højere mindsteløn og ikke mindst de finanspolitiske rammer i både Tyskland og EU generelt.

Det tyske valg spiller en vigtig rolle for finanspolitikken i EU

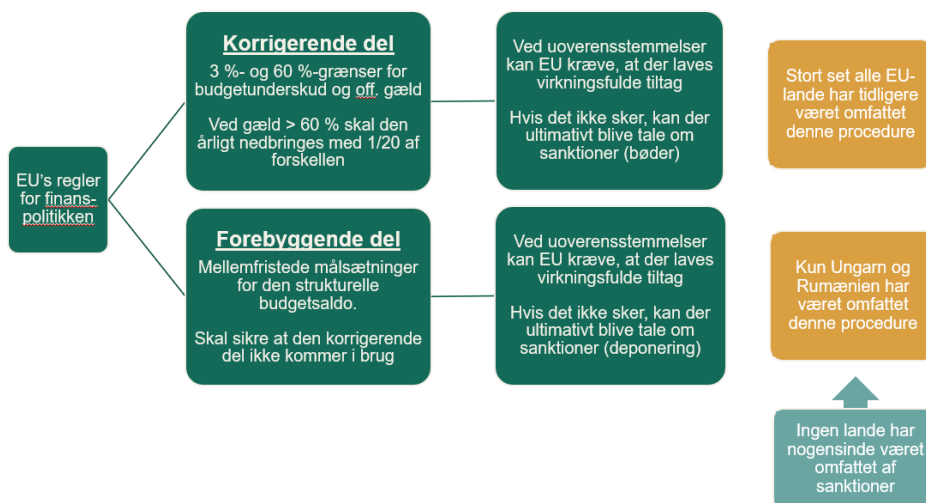
Coronakrisen har fået den offentlige gæld til at vokse til nye højder, og EU står over for en vanskelig opgave, da der senest i efteråret 2022 skal tages stilling til stabilitets- og vækstpagten og de øvrige finanspolitiske regler i EU. De har nemlig været suspenderet siden coronakrisens start, og især de sydeuropæiske lande argumenterer for, at reglerne bør revideres – dvs. blødes op – inden de efter planen igen skal træde i kraft fra starten af 2023.

Tabel 4: Partiernes holdning til EU

	Skal EU's genopbygningsfond være permanent?	Skal EU have en ny stabilitets- og vækstpagt?
CDU/CSU	Nej	Nej. Revision er mulig – men uden at bløde op
SPD	Ja	Ja. Bør omdannes til en "bæredygtighedspagt"
Grüne	Ja	Ja. Med plads til "fremtidsinvesteringer"
FDP	Nej	Nej. Pagten skal være som hidtil. Men med skrappe sanktioner
Linke	Ja	Ja. Den skal blødes markant op
AfD	Nej. Ønsker Tyskland ud af EU	Nej. Ønsker Tyskl. ud af EU

Kilde: Valgprogrammer og diverse internationale medier

Figur 4: EU's finanspolitiske regelsæt



Kilde: Jyske Bank

Tysklands holdning til spørgsmålet kender vi først, når regeringsforhandlingerne er overstået. Men det står klart, at FDP sammen med CDU/CSU er fortalere for en hurtig tilbagevenden til EU's hidtidige regelsæt, og FDP ønsker endda at skærpe sanktionsmulighederne. Derimod trækker både de Grønne og SPD klart i retning af mere løse finanspolitiske tøjler i EU.

Det er dog vigtigt at understrege, at selv hvis det lykkes for SPD at danne den såkaldte Trafiklys-koalition sammen med de Grønne og FDP, så venter vi ikke, at den tyske holdning bliver fundamentalt anderledes end hidtil – det vil være et krav fra FDP for i det hele taget at deltage i regeringen. Hvis de finanspolitiske tøjler for alvor skal løsnes (både internt i Tyskland i form af gældsbremsen og på EU-plan), så kræver det formentlig, at den næste regering bliver en såkaldt R2G-koalition mellem SPD, de Grønne og venstrefløjspartiet Linke.

På EU-plan har der været markante bevægelser på det finanspolitiske område, da Frankrig har "skiftet side" og nu sammen med Italien og andre sydeuropæiske lande er fortalere for at løsne tøjlerne. Dermed står de konservative og liberale tyske kræfter mere alene end tidligere.

Det bliver ikke let at nå til enighed om for EU-landene, og med udsigt til langvarige regeringsforhandlinger i Tyskland hen over efteråret og muligvis også vinteren er der kun et meget kort vindue inden det franske præsident- og parlamentsvalg i april-juni 2022. Tiden er også meget knap på den anden side af de franske valg, da der senest skal være klarhed over de finanspolitiske regler i sommeren 2022. For i efteråret fremlægger landene nemlig første udkast til 2023-budgetterne, som skal leve op til EU's regelsæt. Denne periode med dødvande i både tysk og fransk politik kan give andre lande bedre mulighed for at sætte dagsordenen i EU, og her er det især interessant, at Mario Draghi som premierminister i Italien er godt i gang med at positionere sig som en vigtig politisk faktor og på den europæiske scene.

EU's gamle regler vil gælde igen fra 2023 – men ikke for alle lande...

Vi vurderer, at der er for kort tid til, at EU-landene kan nå til enighed om en revision af de finanspolitiske regler allerede næste sommer, og derfor vil stabilitets- og vækstpagten og de øvrige regler sandsynligvis træde i kraft igen i starten af 2023 uden de store ændringer. Det behøver dog bestemt ikke at betyde, at EU så vil forlange markante finanspolitiske opstramninger i en lang række lande, da der er mulighed for på landeniveau at give længere tid til at få ryddet op i de offentlige finanser. Den fleksibilitet har EU også tidligere benyttet sig af.

Med andre ord så venter vi, at EU lægger op til at genaktivere det finanspolitiske regelsæt uden dog at anvende det rigtigt over for samtlige lande med det samme. Dermed behøver det ikke føre til en markant finanspolitisk opstramning, som risikerer at spænde ben for det økonomiske opsving.

På lidt længere sigt vurderer vi dog, at EU vil forsøge at nå til enighed om et nyt sæt finanspolitiske spilleregler – herunder også en permanent afløser for EU's corona-relaterede genopbygningsfond.

Vigtig Investorinformation

Jyske Bank A/S (Vestergade 8-16, DK-8600 Silkeborg, CVR-nr. DK-17616617) er under tilsyn af Finanstilsynet.

Analysen er baseret på informationer, som Jyske Bank finder pålidelige, men Jyske Bank påtager sig ikke ansvar for disse informationers rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af analysens informationer eller vurderinger. Analysens vurderinger og anbefalinger kan ændres uden varsel. Analysen er til personligt brug for Jyske Banks kunder og må ikke kopieres. Hvis ikke andet er anført er kilden Jyske Bank.

Interessekonflikter

Jyske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter, og dermed sikre en objektiv udarbejdelse af analyser. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter analyseaktiviteterne i Jyske Markets, der er en forretningsenhed i Jyske Bank.

Herudover må analytikere i Jyske Bank ikke have positioner i de papirer, som de udarbejder analyser om. Dækker en analytiker ind for den ansvarlige analytiker ifbm. sygdom, forretninger o.l. så må denne ikke handle i det pågældende papir på dagen for publicering af analysen og dagen efter. Jyske Bank kan tillige have positioner i de papirer, der analyseres og vil ofte have et forretningsmæssigt forhold til de analyserede virksomheder eller udstedere af de analyserede papirer. Analytikerne modtager ikke betaling fra enheder med interesse i analysen.

Analysen er ikke blevet forelagt udstederen forud for offentliggørelse (medmindre andet er angivet).

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

<https://jyskebank.com/da/investinfo>

Opdatering af analysen

Analysen, anbefalinger og ad hoc publikationer opdateres ikke. I stedet offentliggøres en ny publikation, når og hvis Jyske Bank finder det nødvendigt. Se forsiden for dato for analysens første offentliggørelse.

Alle oplyste kurser er seneste lukkekurser før analysens offentliggørelse, med mindre andet er anført.

Risiko

Investering kan være behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger i denne analyse kan være forbundet med risiko. Se selve analysen for vurdering af evt. risici. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger i analysen kan ikke ses som udtømmende. Handles værdipapirer i en anden valuta end investors base valuta, påtager investor sig en valuta-kursrisiko.

Afkast og kursudvikling

De i analysen vurderede fremtidige og historiske afkast er afkast før omkostninger og skattemæssige forhold, da afkast efter omkostninger og skattemæssige forhold, vil være individuelt afhængig af kunde-, opbevarings-, volumen-, markeds-, valuta- og produktspecifikke vilkår. Det er ikke givet, at et anført forventet fremtidigt afkast vil stemme overens med den faktiske udvikling. De anførte forventede, fremtidige afkast er udelukkende udtryk for vores bedste vurdering.

Tidligere afkast og kursudvikling kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Prognoser i analysen kan ikke med sikkerhed anvendes som en sikker indikator for fremtidige afkast.